VEMW

Consumentenbond

Autoriteit Consument en Markt
t.a.v. de heer M. Hehenkamp
Postbus 16326
2500 BH Den Haag

Woerden : 28 mei 2013

onze ref. : 13b004RT-tr
doorkiesnr. : 0348 48 43 52
e-mail : rt@vemw.nl

onderwerp : WACC Drinkwater

Geachte heer Hehenkamp,

Hierbij ontvangt u de zienswijze van de consumentenorganisaties Consumentenbond en VEMW bij het onderzoeksrapport van The Brattle Group (TBG) van 6 mei jl. inzake de WACC voor drinkwaterbedrijven. Wij hebben als consumentenorganisaties reeds op 22 februari jl. een zienswijze aangaande de WACC voor drinkwaterbedrijven ingediend bij de ACM. Deze zienswijze had echter betrekking op onderzoeksrapporten waarvan de inhoud niet volledig in overeenstemming bleek te zijn met de vereisten in de drinkwaterregelgeving. De onderhavige zienswijze is gebaseerd op de nieuwe onderzoeksgegevens zoals vastgelegd in het TBG-rapport van 6 mei jl. en vervangt onze eerdere zienswijze.

In deze zienswijze verwijzen wij naar het TBG-rapport van 6 mei jl. (TBG-3[1]) alsook naar het TBG-rapport van 26 november 2012 (TBG-1[2]). In het laatstgenoemde rapport is een aantal belangrijke methodische aspecten uitgewerkt.

Ten behoeve van deze zienswijze is gebruik gemaakt van een advies van Sirm. Het adviesrapport van Sirm vormt een integraal onderdeel van onze zienswijze. Wij verzoeken u om deze brief en de adviesrapportage te betrekken bij de formulering van het advies aan de Minister van Infrastructuur & Milieu.

Algemeen

De consumentenorganisaties zijn van mening dat de werkzaamheden van TBG hebben geresulteerd in een gedegen advies. Wel valt op dat de gemaakte keuzes in veel gevallen leiden tot een overschatting van de WACC. Dit leidt ertoe dat er een aanzienlijke kans bestaat dat de toegestane omzet in de drinkwatersector te hoog wordt vastgesteld en de drinkwaterbedrijven onnodig hoge tarieven mogen hanteren. De consumentenorganisaties beschouwen dit als ongewenst.

Onderstaand behandelen wij een aantal parameters die van belang zijn voor de bepaling van de WACC. Daarbij zullen wij nader motiveren waarom de gemaakte keuzes leiden tot een overschatting van de WACC. Voor een volledig beeld verwijzen wij naar de rapportage van Sirm.

[1] The WACC for Dutch Drinking Water Companies, The Brattle Group, 6 mei 2013
[2] Calculating the Equity Risk Premium and the Risk-free Rate, The Brattle Group, 26 november 2012

Risicovrije rente

- De ACM is voornemens uit te gaan van obligaties met een looptijd van 10 jaar. Sirm toont aan dat deze keuze eerder leidt tot een hogere dan een lagere risicovrije rente en daarmee tot een hogere WACC.

- De ACM is voornemens om ten behoeve van de bepaling van de WACC Nederlandse staatsobligaties te gebruiken. Volgens TBG-1 zouden in theorie Duitse staatsobligaties moeten worden gebruikt om de risicovrije rente te schatten. Sirm toont aan dat de gemaakte keuze leidt tot een hogere WACC. Het gebruik van Nederlandse obligaties leidt vanwege de lagere liquiditeit van Nederlandse obligaties waarschijnlijk tot een hogere risicovrije rente. Sirm stelt dat het niet nodig is om gereguleerde ondernemingen hiervoor te compenseren. De consumentenorganisaties onderschrijven dit.

- De gemaakte keuzes ten aanzien van de risicovrije rente leiden tot een overschatting van de WACC. Sirm berekent dat, indien de risicovrije rente wordt vastgesteld op de Duitse risicovrije rente, de rente 2,33% bedraagt. Dat is lager dan de rente die TBG berekend (2,78%). De invloed op de WACC is aanzienlijk. Het gebruik van de Duitse risicovrije rente leidt tot een WACC die **0,45%** lager is dan de WACC die in TBG-3 is berekend.

Marktrisicopremie

- Er wordt uitgegaan van historische gegevens voor het bepalen van de marktrisicopremie (MRP). Dat is in het licht van analyse van TBG een begrijpelijke keuze die echter waarschijnlijk een overschatting van de MRP tot gevolg heeft. TBG geeft in haar rapport een aantal oorzaken voor deze overschatting. Overigens geeft TBG aan dat het gebruik van toekomstvoorspellingen bij het schatten van de marktrisico's absoluut is af te raden. De consumentenorganisaties onderschrijven dit volledig.

- De MRP wordt vastgesteld op 5%. In de rapportages van november 2012 werd nog uitgegaan van een MRP van 4,6%. De onderbouwing om nu uit te gaan van een waarde van 5% ontbreekt in de ogen van de consumentenorganisaties.

- De gemaakte keuzes ten aanzien van de MRP leiden tot een overschatting van de WACC. Sirm berekent dat een MRP van 4,6 % leidt tot een WACC die 0,11% lager is dan de WACC op basis van een MRP van 5%. Sirm verwijst overigens naar de MRP die door het Ministerie van I&M voor de regulering van Schiphol wordt gehanteerd (4%). Omdat de MRP voor alle sectoren gelijk is (de waarde heeft immers betrekking op de kapitaalmarkt en niet op de gereguleerde sector) ligt het voor de hand om deze waarde ook te hanteren voor de bepaling van de WACC voor drinkwaterbedrijven. Sirm berekent dat een MRP van 4% leidt tot een WACC die **0,27%** lager is dan de WACC die in TBG-3 is berekend.

Peer Group selectie

- Wij constateren dat er, net als bij de bepaling van de vigerende WACC (2012-2013), opnieuw een vergelijking wordt gemaakt met bedrijven uit de Verenigde Staten. Dit leidt onherroepelijk tot een overschatting van de activa-bèta. Uit het rapport van TBG blijkt dat de activa-bèta van bedrijven uit de VS (gemiddeld: 0,50) meer dan het dubbele bedraagt van de activa-bèta van de overige bedrijven (gemiddeld: 0,24). Voor alle bedrijven in de vergelijksgroep geldt dat zij ook niet-gereguleerde activiteiten uitvoeren hetgeen gepaard gaat met hogere risico's. Gevolg is dat de WACC waarschijnlijk te hoog wordt ingeschat. Ook op dit punt kan een vergelijking worden gemaakt met Schiphol. Voor de bepaling van de activa-bèta van Schiphol gaat het Ministerie van I&M enkel uit van luchthavens die zich in de Europese Unie bevinden. Overigens gebruikt TBG-3 de mediaan van de activa-bèta's. Die komt uit op 0,27. Zonder de bedrijven uit de VS zou de activa-bèta ook op 0,27 uitkomen. Het al dan niet meenemen van bedrijven uit de VS leidt in dit geval dus niet tot aanpassing van de WACC.

- De bedrijven uit de VS hebben ook een lagere gearing dan de andere bedrijven. Deze is consistent met hun hogere activa-bèta. Om een vergelijkbare credit rating te behalen zullen zij namelijk meer eigen vermogen moeten aanhouden. De consumentenorganisaties zijn van mening dat TBG het risico van investeren in Nederlandse gereguleerde sectoren en daarmee de WACC overschat.

Rente opslag

- In TBG-2 werd de rente-opslag bepaald op basis van de historische rente-opslag van Europese nutsbedrijven. De gemiddelde rente-opslag over de laatste 3 jaar bedraagt 1,2%. In TBG-3 wordt de rente-opslag vastgesteld op 1,30%. Voor de regulering van drinkwater, wordt de gemiddelde risico-opslag op obligaties van nutsbedrijven en andere bedrijven ("All A-rated") genomen. De andere bedrijven hebben volgens TBG-3 een opslag van 1,48% terwijl die voor de nutsbedrijven 1,12% is. Aangezien drinkwaterbedrijven een duidelijke nutsfunctie hebben, en investeerders impliciete en expliciete garanties van de overheid verwachten, is het aannemelijk dat de risico-opslag op de lage waarde van 1,12% ligt.

- De gemaakte keuzes ten aanzien van de risico-opslag leiden tot een te hoge WACC. Indien wordt uitgegaan van een risico-opslag van 1,12% in plaats van 1,30%, leidt dit tot een WACC die **0,09%** lager is dan de WACC die in TBG-3 is berekend.

Kosten Vreemd vermogen

- TBG schat de kosten voor het verwerven van vreemd vermogen in op 15 basispunten maar verzuimt dit te onderbouwen. Het is onduidelijk in hoeverre dit overeenkomt met de werkelijke financieringskosten. De NMa zou de gemiddelde kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen kunnen berekenen door deze uit te vragen bij de drinkwaterbedrijven. De consumentenorganisaties zijn van mening dat deze kostenpost op nul gesteld moet worden zolang geen inzicht bestaat in de werkelijke financieringskosten. Daarmee hebben de drinkwaterbedrijven een prikkel om deze kosten bekend te maken. Ook in het geval van Schiphol hanteert het Ministerie van I&M geen kosten voor het verwerven van vreemd vermogen.

- Consistentie met de methodebesluiten van de ACM leidt tot een WACC die **0,05%** lager is dan de WACC die in TBG-3 is berekend.

Vasicek correctie

TBG hanteert een Vasicek correctie op de equity bèta's. Bij een dergelijke correctie wordt een zogenaamde 'prior' gebruikt waarmee de geobserveerde waarde wordt aangepast. De 'prior wordt gelijk gesteld aan 1,0 (de gemiddelde bèta van de markt). Het is echter aannemelijk dat er in het geval van de drinkwaterbedrijven sprake is van een risico onder dat van de markt. Daardoor is de prior dus zeer waarschijnlijk lager dan 1. Deze correctie leidt met andere woorden eerder tot een over- dan een onderschatting van de equity bèta's en daarmee van de WACC.

Bepaling activawaarde

Drinkwaterbedrijven lopen minder risico's dan beheerders van elektriciteit- en gasnetten. Er bestaat geen verplichting om aan te tonen dat hun activa nuttig en noodzakelijk zijn. Zij krijgen sowieso de vermogenskostenvergoeding over hun activawaarde. Dit pleit voor het neerwaarts bijstellen van de WACC. Sirm laat voorts zien dat de Drinkwaterregeling niet strookt met de Drinkwaterwet op het punt van de historische kostprijsmethode (DWW, artikel 11, lid 4). De activa hoeven volgens de Drinkwaterregeling alleen begroot en niet benut te worden. Daardoor ontstaat voor Drinkwaterbedrijven een prikkel om ruim te begroten waardoor de historie als het ware irrelevant is gemaakt. Bovendien kent het systeem een prikkel

tot 'gold plating'. De gereguleerde onderneming krijgt een vermogenskostenvergoeding over alle activa en heeft dus een prikkel om, zolang de WACC hoger is dan de werkelijke kapitaalkostenvoet, zo veel mogelijk te investeren.

Tot slot

Het advies van TBG resulteert in een (nominale) WACC van 4,85%. De analyse van Sirm toont aan dat een relatief groot aantal door TBG gemaakte keuzes leidt tot een systematische overschatting van de WACC. Volgens de onderbouwde analyse van Sirm is een WACC van 3,95% reëel, mede gezien het risicoprofiel van de Nederlandse drinkwaterbedrijven. Een dergelijke waarde doet niks af aan het kunnen realiseren van een redelijk rendement op de investeringen in de drinkwatervoorziening.

De consumentenorganisaties dringen er op aan de aanbevelingen van Sirm bij de definitieve vaststelling van de WACC te betrekken en te voorkomen dat consumenten van drinkwaterbedrijven worden geconfronteerd met onnodig hoge drinkwatertarieven. Dit impliceert dat de WACC maximaal 3,95% dient te zijn. Bovendien leidt opvolging van de punten in deze zienswijze tot een betere aansluiting op de Drinkwaterwet. In deze wet neemt het consumentenbelang een zeer belangrijke plaats in.

Uiteraard zijn wij bereid om onze zienswijze nader toe te lichten.

Hoogachtend,

Namens VEMW

ir. R.E.J. Tummers
Directeur Water

Namens de Consmentenbond

drs. M. Karskens
Manager Public Affairs